

# 経済・金融 フラッシュ

## 8月ECB政策理事会：インフレ警戒姿勢は維持、危機拡大には非標準的手段で対応

経済調査部門 主任研究員 伊藤 さゆり

TEL:03-3512-1832 E-mail: ito@nli-research.co.jp

欧州中央銀行(ECB)は4日に8月の政策理事会を開催、政策金利の据え置きとともに国債市場の緊張に資金供給面から対応することを決め、3月以降、停止していた国債の買い入れも再開した。

スペイン、イタリアの国債市場の緊張の高まりに加えて、足もとの経済指標は牽引役のドイツも含めてユーロ圏の景気減速を裏付けるものが増えており、市場ではECBの追加利上げ観測が急速に後退している。「多くの要因から成長のモメンタムは鈍っている」、「不確実性はとりわけ高い」など景気判断は慎重化しているが、「緩やかな景気拡大が続く」との見通し、インフレのリスクは「上振れ」という判断、「とても注意深く監視する」というスタンスは維持、10～12月期の追加利上げの可能性は残されている。

### ( 政策金利は据え置き、市場の緊張には非標準的手段で対応 )

欧州中央銀行( ECB )は4日に8月の政策理事会を開催、政策金利の据え置きとともに資金供給について、(1) 6カ月物の特別オペを金額無制限・固定金利で8月10日に実施、(2) 1週間物の主要リファイナンス・オペ(MRO)、1カ月物の特別オペは必要な限り、少なくとも年末まで固定金利・金額無制限で継続、(3) 3カ月物の長期リファイナンス・オペ(LTRO)は10月26日、11月30日、12月21日に固定金利・金額無制限で行うことを決めた。

ECBは7月に4月に続く25bpの利上げを決めたばかりであるため、今回の政策金利据え置き決定は大方の予想通りであった。資金供給については、9月末までの方針は6月の理事会で決定済みであり、四半期の最終月に翌四半期の方針を決定することが定例化していたため、今回の決定は1カ月前倒しされた形である。

今回の政策理事会は、7月21日の臨時ユーロ圏首脳会議では民間負担を含め1590億ユーロ規模の第二次ギリシャ支援と欧州金融安定ファシリティー(EFSF)の機能拡充での合意にも関わらず、スペイン、イタリアの国債利回りの上昇に歯止めが掛からず、他方で景気減速の兆候が強まる中で開催された。それだけに今回、景気判断とインフレ警戒姿勢の変更の有無が、ECBによる国債市場の緊張緩和策とともに注目されたが、結果として後述のとおり、インフレ警戒の姿勢は維持、市場の緊張には非標準的手段で対応する方針が確認された。

### ( 再開された国債の買い入れ )

昨日は、国債市場の緊張に対処するための非標準的政策として、今年3月以降停止していた「証券市場プログラム(SMP)」を通じた国債の買い入れも再開された模様である。ECBはSMP

を通じた国債買い入れについては金額のみを1週間ごとに開示しており<sup>(注1)</sup>、昨日の買い入れの詳細の内容は現時点では不明だが、対象はポルトガル、アイルランドで、国債利回りの急上昇に悩まされているスペイン、イタリアは対象となっていないようだ。SMPは買い入れに見合う不胎化を行うシステムであり、周辺3カ国に比べて規模が大きいスペイン、イタリアの国債市場に影響を及ぼすスケールの買い入れを行うことは難しいと考えられている。

第二次ギリシャ支援とEUの危機国支援の枠組みの中核である欧州金融安定ファシリティ（EFFSF）の強化について協議した7月21日のユーロ圏首脳会議<sup>(注2)</sup>ではEFFSFに新たに流通市場における買い入れの機能を持たせることで合意している。EFFSFの国債買い入れは、ECBの分析に基づき、ユーロ参加国の承認の下で発動される取り決めとなっている。足もとのような状況こそEFFSFによるスペイン、イタリア国債の買い入れが期待される場面であり、トリシェ総裁もユーロ参加国政府に「あらゆる側面で合意事項を完全に速やかに実施すべき」と述べた。

(注1) 8月2日に開示されたデータによればSMPを通じて買い入れた国債の残高は7月29日時点で740億ドルで、新規の買い入れを見送る一方、買入れた国債が償還されたことで2月末のピーク時の775億ユーロから残高は減少している。

(注2) 首脳会議の合意事項の内容については[Weekly エコノミスト・レター「第二次ギリシャ支援を巡るユーロ圏臨時首脳会議とEU銀行特別検査（ストレス・テスト）の評価」](#)をご参照下さい。

## （景気の先行きの不確実性を強調しつつ、「緩やかな拡大が続く」との見通しは維持）

前回理事会以降公表された欧州委員会景況感指数や総合PMI（購買担当者指数）など速報性のあるユーロ圏の経済指標は、いずれも景気の減速を裏付ける内容となっている。欧州委員会の景況感指数を見るとギリシャ、ポルトガルなど危機国の悪化傾向に加えて、危機が波及したスペインやイタリア、輸出依存度の高いベルギー、オランダ、フィンランド等でも大きく悪化した。ドイツ、フランスの両大国は高めの水準を保っているが、特に牽引役のドイツがこれまでと比べて、大きめの低下幅となった（図表1）。

今回、声明文の景気判断では、「多くの要因から成長のモメンタムは鈍っている」、「不確実性はとりわけ高い」という文言を挿入したものの、特殊要因も働き高成長となった1～3月期の反動が表れたとの基本認識と「経済活動の基調はポジティブ」で「緩やかな景気拡大が続く」との見通しも維持された。

## （インフレ・リスクは上振れ。年内追加利上げの可能性を残す）

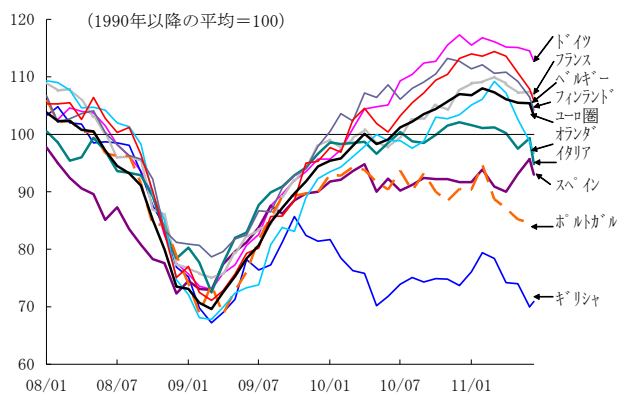
インフレ率は、7月速報値が前年同月比2.5%と6月の同2.7%から鈍化した。前年比で見た原油価格の押し上げ要因が緩和しつつあることが主因であり、来年初にかけてインフレ率の鈍化傾向が続くと見られる。

インフレに対する判断では、商品価格の上昇による物価の上振れが製品価格や賃金への転嫁を通じた二次的影響を抑制することと、インフレ期待の安定させることの重要性を強調する立場は変わらず、インフレ・リスクは「上振れ」との見通しも修正されなかった。

ユーロ圏における財政危機が地域的にさらに拡大する様相を呈してきたこと、世界的に景気の先行きへの不安が強まっていることもあり、市場ではECBの追加利上げへの期待が急速に後退しつ

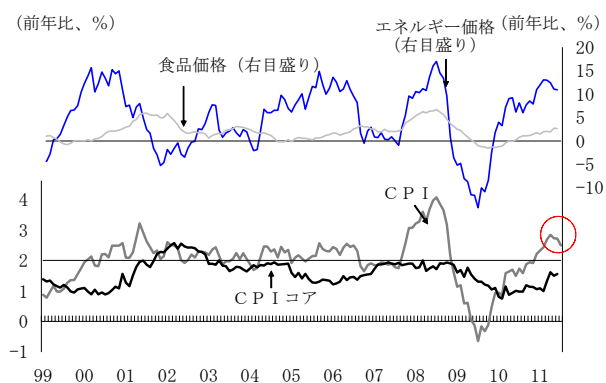
つある。しかしながら、今回の声明文を見渡すと、景気を巡る不確実性こそ強調されたが、「金融政策スタンスは緩和的」との判断も、物価の上振れリスクを「とても注意深く監視する」姿勢も維持された。トリシェ総裁は記者会見の中で物価の安定のための金融政策と市場の緊張に対処するための非標準的手段は連動しないという従来の立場を繰り返している。金額無制限・固定金利の資金供給を継続する一方で、10～12月期に追加利上げに踏み切る可能性は残されている。

図表1 欧州委員会景況感指数



(資料) 欧州委員会

図表2 ユーロ圏のインフレ率



(資料) Eurostat

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。